

# VU Research Portal

## De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort

Loonen, A.J.C.C.M.

2015

### **document version**

Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in VU Research Portal](#)

### **citation for published version (APA)**

Loonen, A. J. C. C. M. (2015). *De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort: Over verjuridisering van de beleggingsdienstverlening: een kritische beschouwing*. Vrije Universiteit.

### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?

### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

### **E-mail address:**

[vuresearchportal.ub@vu.nl](mailto:vuresearchportal.ub@vu.nl)

# De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort



Over verjuridisering van de beleggingsdienstverlening:  
een kritische beschouwing

Dr. A.J.C.C.M. Loonen



UITGEVERIJ *Paris*



**De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort**

“Good intentions have a bad reputation”  
Peter Gollwitzer in *American Psychologist*, July 1999

# De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort

*Over verjuridisering van de beleggingsdienstverlening;  
een kritische beschouwing*

Inaugurele rede, op 16 oktober 2015 uitgesproken bij de aanvaarding  
van het ambt van hoogleraar 'Effectiviteit van regelgeving bij  
beleggingsondernemingen' aan de Faculteit der Economische  
Wetenschappen en Bedrijfskunde, postgraduate opleiding Investment  
Management van de Vrije Universiteit te Amsterdam.

Dr. A.J.C.C.M. Loonen

Zutphen 2015



---

UITGEVERIJ *Paris*

Deze publicatie met de gelijknamige titel kan gratis worden gedownload via [www.zorgplicht.com/publicaties](http://www.zorgplicht.com/publicaties) of worden besteld via [tom.loonen@vu.nl](mailto:tom.loonen@vu.nl).

## De beleggingsonderneming als juridisch onneembaar fort

ISBN 978-94-6251-087-6

NUR 827

© 2015 A.J.C.C.M. Loonen, Heemstede

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet 1912 dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, [www.reprorecht.nl](http://www.reprorecht.nl)).

Voor het overnemen van (een) gedeelte(n) uit deze uitgave in een bloemlezing, readers en andere compilatiewerken (artikel 16 Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot de Stichting Pro (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, [www.cedar.nl/pro](http://www.cedar.nl/pro)).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteurs, redacteur(en) en uitgever geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor de gevolgen hiervan.

Mijnheer de rector, dames en heren,

Vertrouwen en regels. Ze kunnen complementair zijn en elkaar versterken. Maar ze kunnen ook substitueren. Wij ontnemen zekerheid aan regels, ze creëren de contouren van onze samenleving. Vertrouwen is de voedingsbodem voor leefbaarheid. Het belang van vertrouwen heb ik mogen ervaren. In 2001 kreeg ik de mogelijkheid om naast mijn reguliere werk te promoveren. Met groot vertrouwen zijn mijn werkgever en twee promotores met mij dit avontuur aangegaan. Enkele jaren later kreeg ik de mogelijkheid om te doceren aan de postgraduate opleiding Investment Management van de Vrije Universiteit, ook wel de VU-VBA opleiding' genoemd. Twee economen vormden het dagelijks bestuur. Met een voor economen passende tegenzin stelden zij voor om het vak 'Compliance, wet- en regelgeving en ethiek' op te nemen in het curriculum. Dat ik vervolgens geen afbreuk zou doen aan deze hoogstaande opleiding was gebaseerd op vertrouwen.

De komende veertig minuten zal ik trachten u inzicht te geven in de ontwikkeling van de hedendaagse beleggingsdienstverlening. Dit inzicht geef ik langs drie beginselen: die van juridische kaders, financieel-economische inzichten en van het moreel-ethisch bewustzijn. Deze drie beginselen staan daarbij niet op zichzelf en idealiter correleren zij onderling. Ze voeden 'vertrouwen' en zouden het, als het ware, moeten laten groeien. Het is deze correlatie die tevens voor spanning en discussie zorgt, zeker in een sector die sterk in ontwikkeling is. Ook deze ontwikkeling zal ik kort toelichten. Welke waarde ik als hoogleraar hoop toe te voegen zal dan vanzelf aan bod komen. Diegenen die mij beter kennen, zal het niet verbazen dat ik deze oratie houd vanuit een positief-kritische houding. Kritisch naar de financiële sector, de toezichthouder, de consument, de wetenschap, en niet in de laatste plaats naar mijzelf. Zonder wrijving geen glans.

Om mijn betoog herkenbaar te maken voor een breed publiek maak ik gebruik van een fictieve casus, die van Rob en Evelien ter Haar. Met deze casus tracht ik minder ingevoerde lezers de context van deze oratie te schetsen. Deze casus is in de bijlage weergegeven.

Ik neem u eerst mee naar de beleggingsdienstverlening.

### **Beleggingsdienstverlening en de rol van vertrouwen**

Beleggingsdienstverlening wordt uitgevoerd door een bank of een vermogensbeheerder en maakt deel uit van de financiële sector. Als ik in dit verband spreek over 'financiële sector' doel ik op banken, vermogensbeheerders en verzekeraars. Kortom, een breed gediversifieerde groep dienstverleners waar we allemaal in meer of mindere mate mee te maken hebben. Een dienstverlening waar vertrouwen als een kurk werkt. Zonder

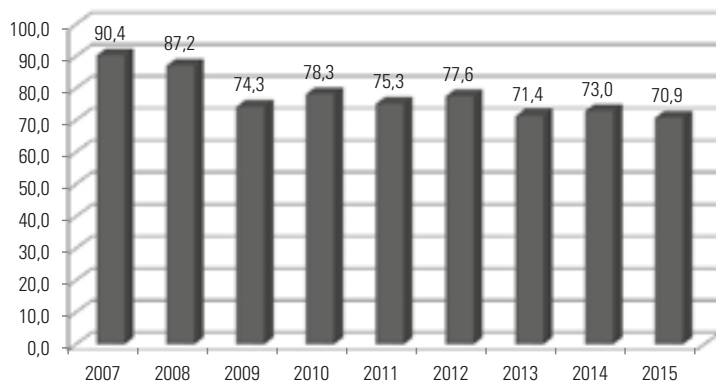


deze kurk zinkt de financiële dienstverlener als het ware en is er geen bestaansrecht. Dit vertrouwen is een voortvloeisel van een goede reputatie en werkt zowel positief als negatief zelfversterkend. Een goede reputatie zorgt voor een versterkt vertrouwen. Andersom werkt het ook. Loopt de reputatie averij op dan heeft dit een negatief effect op vertrouwen. De uitwerking van de kredietcrisis heeft tot zelfs een sectorbreed geïnstitutionaliseerd wantrouwen geleid waar ferm overheidsingrijpen het enige antwoord lijkt te zijn. Bij deze publieke verontwaardiging werkt de sociale media als een katalysator. Zeker, we zullen ermee moeten leren leven, maar de eenvoud waarmee een mening weinig gefundeerd en in 'enen en nullen' wordt geuit, verbaast me wel eens.

Zo kon ik dat deze zomer ook ervaren. Ik sprak tijdens onze vakantie op een camping in Frankrijk een vriendelijk ogende man. Hij zat voor zijn huisje het boek *Dit kan niet waar zijn* van Joris Luyendijk te lezen. Ik was nieuwsgierig. Wat vond de man van het boek? We raakten aan de praat. Hij bleek voor een museum te werken en trok direct van leer: "Het is door de bankencrisis dat de culturele sector ieder jaar € 200 miljoen moet bezuinigen. En de bankiers zijn allemaal grote graaiers!" U begrijpt, na deze lawine van frustratie was het enthousiasme om te melden wat ik doe in het dagelijkse leven niet bijster groot. Ik wilde toch voorkomen dat ik een week lang op een Franse camping nagekeken zou worden als een paria in korte broek. Het bleek natuurlijk onvermijdelijk, de vraag kwam. Ik bekende maar direct kleur: "Ik werk bij een bank". Prompt werd ik gered door een fenomeen dat men kent uit de sociale wetenschappen: geen vertrouwen op systeemniveau, wel op actorniveau. De man glimlachte en sloeg me op mijn schouder. "Jij zult vast niet zo'n graaier zijn", zei hij vriendelijk.

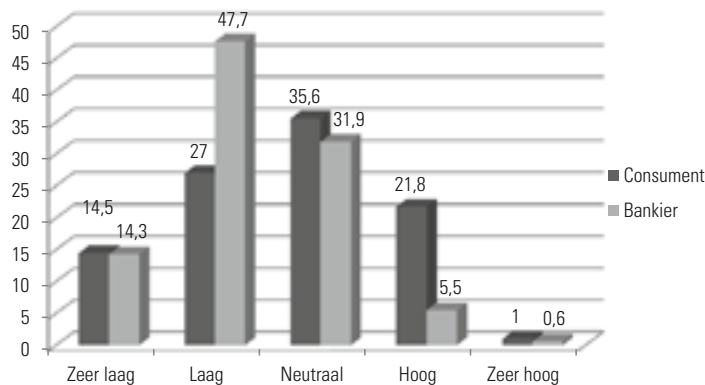
Hoe is het echt gesteld met dit vertrouwen in de financiële sector? Sinds 2011 wordt het vertrouwen in de financiële sector in de Edelman Trust Barometer<sup>1</sup> weergegeven. Hier worden wereldwijd 33.000 mensen geënquêteerd. Van de respondenten heeft 54% vertrouwen in de financiële sector en 53% in banken in het bijzonder. Als het gaat om Nederland dan heeft slechts 33% van de respondenten vertrouwen in banken.<sup>2</sup>

Jaarlijks wordt door De Nederlandsche Bank een onderzoek uitgevoerd onder de Nederlandse bevolking naar het vertrouwen in de financiële sector. Zo krijgen we een aardig inzicht in de wijze waarop het Nederlandse volk bijvoorbeeld naar zijn eigen bank kijkt (zie figuur 1). Uit dit onderzoek blijkt dat het vertrouwen in de eigen bank na de kredietcrisis nog steeds ruim 17 procentpunt lager is dan voor de kredietcrisis.



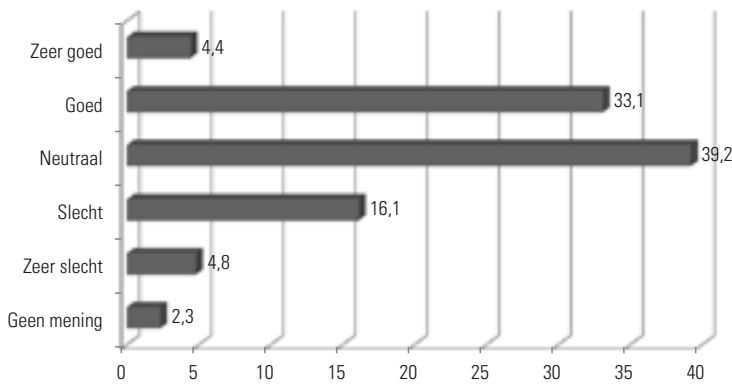
Figuur 1. Vertrouwen in de eigen bank in % (bron: DNB Household Survey, augustus 2015).

Als de onderzoeken van Edelman en van De Nederlandsche Bank worden vergeleken dan blijkt dat consumenten een sterker vertrouwen hebben in hun eigen bank dan in banken in het algemeen. In 2014 deden mijn collega Mark Rutgers en ik onderzoek onder ruim 800 consumenten en financieel adviseurs. Daaruit bleek dat er een opmerkelijk verschil waarneembaar was in het gepercipieerde vertrouwen dat de adviseur *denkt* dat de consument heeft in de financiële sector, en het vertrouwen dat de consument *heeft* in de financiële sector. Wat blijkt? De adviseur schat het vertrouwen van de consument in de financiële sector aanzienlijk lager in dan daadwerkelijk het geval is (zie figuur 2).

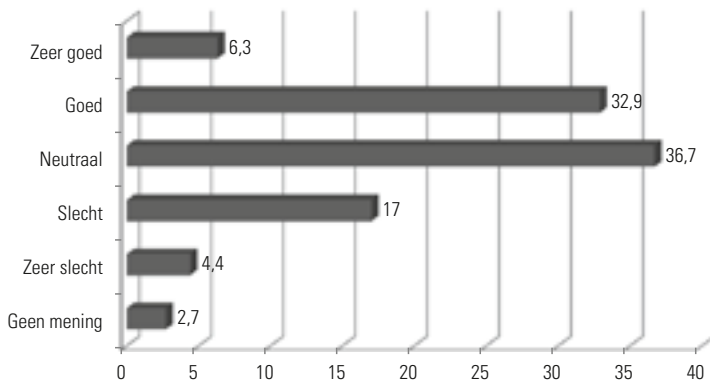


Figuur 2. Vertrouwen in de financiële sector in % (bron: Loonen en Rutgers, 2014).

Is de conclusie gerechtvaardigd dat er dan dus ook een breed, intrinsiek gedragen gebrek aan vertrouwen is in de personen die werken in de financiële sector? Eerder noemde ik het fenomeen waarbij het vertrouwen op systeemniveau laag en op actorniveau hoog is. In hoeverre is dit van toepassing op de relatie met de adviseur? Uit het onderzoek van Rutgers en mijzelf blijkt dat de consument meer vertrouwen in zijn adviseur heeft dan in de financiële sector. Op onderdelen zoals 'deskundigheid' en 'integriteit' oordeelt de consument neutraal tot positief over zijn adviseur (zie figuur 3 en 4). Klaarblijkelijk is de concrete persoonlijke ervaring met de adviseur positiever dan de generieke gevoelens over een abstract instituut of een abstracte sector, zeker als het niet de eigen bank betreft. Kortom, het generieke vertrouwen in de financiële sector is serieus geschaad, maar geldt dit ook voor het intermenselijke vertrouwen?



Figuur 3. "Hoe beoordeelt u de deskundigheid van de financieel adviseur(s) waarmee u contact heeft?" in % (bron: Loonen & Rutgers 2014).



Figuur 4. "Hoe beoordeelt u de integriteit van de financieel adviseur(s) waarmee u contact heeft?" in % (bron: Loonen & Rutgers 2014).

Als vertrouwen in de financiële sector zo belangrijk is, waar bestaat dit vertrouwen dan uit? En bij gebleken gebrek hieraan, hoe herstel je het? U zult zien, hier spelen juridische kaders en financieel-economische inzichten een rol. De Engelse taal kent voor het wat holistische Nederlandse woord ‘vertrouwen’ twee woorden: *confidence* en *trust*. Ofschoon deze begrippen ook door Engelstaligen nogal eens door elkaar worden gebruikt, is er een belangrijk verschil. Trust wordt gebruikt zodra we, uitgaande van een goede uitkomst, bereid zijn ons kwetsbaar op te stellen ten opzichte van een ander. Gedeelde waarden en normen zijn daarbij van belang.

Het belang van vertrouwen werd door Klaas Knot, president van De Nederlandsche Bank, benadrukt in zijn Hofstadlezing van 2014. Hij relateerde vertrouwen direct aan gedrag. Hij stelde:

“Niets is zo fnuikend voor vertrouwen als onvoorspelbaar gedrag. Als gemaakte afspraken niet worden nagekomen is dat alsof iemand ineens het kleed wegrekt waarop je staat. Vertrouwenwekkend gedrag daarentegen is consistent gedrag. Waarin afspraak dus afspraak is. Op die manier ontstaat voorspelbaarheid. En is het mogelijk verwachtingen te ontwikkelen over gedrag in de toekomst”.

Waar bankpresident Knot spreekt over vertrouwen en consistent gedrag spreekt men in het Engels over *confidence*. Dit is het geloof gebaseerd op ervaring of bewijsvoering dat toekomstige gebeurtenissen zullen plaatsvinden zoals verwacht mag worden. Horen woorden als welwillendheid, integriteit, zorg en eerlijkheid bij *trust*, bij *confidence* passen woorden als bewijs, regelgeving, procedures, competentie en contracten. Wat is krachtiger, *trust* of *confidence*? Beoordelingen op basis van emotie zijn doorgaans krachtiger dan rationele beoordelingen. Sterker: emotionele beoordelingen kunnen zelfs rationele beoordelingen weerstaan (Epley en Caruso, 2004). *Confidence* kent ten opzichte van *trust* concrete prestatie-indicatoren. Denk aan de postbode die op vaste dagen post moet bezorgen, een trein die op tijd vertrekt of een restaurant dat hygiënisch werkt zodat gasten niet ziek worden. Consistent presteren kan dus *confidence* opbouwen. *Trust* ontstaat doorgaans langzaam. Is het er eenmaal dan kan het weer verblindend werken. Of zoals Timothy Earle (2009) het aardig verwoordt: “High trust produces low perceived risk”.

Terug naar de beleggingsdienstverlening. Een dienstverlening waarbij vertrouwen en reputatie klaarblijkelijk zo essentieel maar ook fragiel blijkt. Waarin onderscheidt deze dienstverlening zich van veel andere producten of diensten? Nooteboom (2002) hanteert drie groepen producten en diensten. Ik beperk me hier tot één categorie: de geloofsproducten of -diensten. De kwaliteit van deze producten of diensten is alleen achteraf vast te stellen. Er kan een advies aan voorafgaan en bij sommige geloofsproducten of -dien-

sten is zelfs een wetenschappelijke onderbouwing mogelijk. Denk aan een medische behandeling. Hier passen ook beleggingsproducten en -diensten. Bij deze producten en diensten speelt een gebrek aan eenduidige kwaliteitscriteria en onzekerheid over de uitkomst van het proces echter een grote rol. Het is vanwege deze onzekerheid over het verloop van het proces dat wet- en regelgeving van belang zijn om deze onzekerheid over de uitkomst zo klein mogelijk te maken. Dus wet- en regelgeving speelt een rol in het verkrijgen van vertrouwen of liever gezegd confidence. Daarnaast wordt binnen de beleggingsdienstverlening de eigen verantwoordelijkheid van de consument bij geloofsproducten- en diensten benadrukt. Dit resulteert in een bijzondere combinatie: een commerciële dienst waar vertrouwen veelal is gebaseerd op zachte, subjectieve criteria als reputatie en uitstraling. Een dienst waarbij wordt gestreefd naar trust maar waarbij tegelijkertijd de eigen verantwoordelijkheid van de consument sterk wordt benadrukt. En een dienst waarbij juridische kaders en controle een ongemeen grote rol spelen. Waaruit bestaan die juridische kaders binnen de beleggingsdienstverlening dan?

### Juridische kaders

Op een beleggingsonderneming rusten vanuit juridisch oogpunt diverse verplichtingen of normen. Deze juridische verplichtingen zijn in het Nederlandse recht gebaseerd op twee pijlers. De eerste pijler vertegenwoordigt de publiekrechtelijke normen, zoals bepalingen in de Wet op het financieel toezicht (Wft). De andere pijler wordt gevormd door privaatrechtelijke normen die zo de privaatrechtelijke zorgplicht vormen. Het Burgerlijk Wetboek en de jurisprudentie van de rechterlijke macht, maar ook uitspraken van het Klachteninstituut Financiële Dienstverlening (ook wel Kifid genaamd) vormen hiervoor de basis. De publiekrechtelijke normering voor een beleggingsonderneming wordt voor een belangrijk deel ingevuld door een Europese beleggingsrichtlijn: de Markets in Financial Instruments Directive (MiFID). De EU-lidstaten zijn verplicht deze richtlijn op nationaal niveau in hun wetgeving te implementeren. Als we spreken van ‘beleggingsdienstverlening’, waar hebben we het dan over vanuit het publiekrecht? In artikel 1 lid 1 van de Wet op het financieel toezicht (Wft) wordt ‘het verlenen van een beleggingsdienst’ beschreven. In dit verband beperk ik me tot de onderdelen a. tot en met d. van dat artikel. Onder het verlenen van een beleggingsdienst wordt verstaan het:

“a. in de uitoefening van een beroep of bedrijf ontvangen en doorgeven van orders van cliënten met betrekking tot financiële instrumenten; b. in de uitoefening van beroep of bedrijf voor rekening van die cliënten uitvoeren van orders met betrekking tot financiële instrumenten; c. beheren van een individueel vermogen; d. in de uitoefening van beroep of bedrijf adviseren over financiële instrumenten”.

Zo op het eerste oog lijkt beleggingsdienstverlening zich dus vooral te richten op het adviseren of beheren van vermogen en het hiertoe verrichten van transacties.<sup>3</sup>

Deze transacties kunnen niet verricht worden zonder onderzoek naar de omstandigheden van de consument<sup>4</sup>. Bij het verrichten van deze vergunningsplichtige beleggingsdiensten moet in meer of mindere mate rekening worden gehouden met de situatie van de consument. Dit is sinds de invoering van het Besluit toezicht effectenverkeer 1995 al het geval. Zij het dat de verplichtingen toen wat minder uitvoerig waren. In artikel 24 lid b van dit Besluit was te lezen:

“b. in het belang van haar cliënten kennis neemt van hun financiële positie, ervaring en beleggingsdoelstellingen, voor zover dit redelijkerwijs van belang is met het oog op het verrichten van haar diensten”.

Deze verplichtingen worden nu het ‘Ken-Uw-Cliënt’-beginsel genoemd en zijn nader uitgewerkt in artikel 4:23 en 4:24 van de Wft.<sup>5</sup> Bij beleggingsadvisering en vermogensbeheer worden uitvoerige vragen gesteld over de financiële positie, de risicobereidheid, de financiële doelstellingen en de beleggingskennis en -ervaring van de consument. Afhankelijk van in welke financiële instrumenten de consument wil beleggen is het ‘Ken-Uw-Cliënt’-beginsel bij execution only dienstverlening beperkt tot kennis en ervaring.

Ofschoon het voldoen aan het huidige ‘Ken-Uw-Cliënt’-beginsel bij beleggingsadvies of vermogensbeheer voor beleggingsondernemingen veelomvattend, tijdrovend en dus kostbaar is, kan hiermee nog niet gesteld worden dat er sprake is van ‘integraal advies’. Daarmee doel ik op het volledig meewegen van alle financiële componenten uit ons leven zoals de beleggingen in pensioen- en lijfrentepolissen, kapitaalverzekeringen en effectenhypotheek. Waarbij er rekening wordt gehouden met de verdeling van het totale vermogen, de correlatie tussen verschillende vermogensbestanddelen, schulden en huidige en toekomstige kasstromen. Sommigen in de financiële sector gruwen van deze gedachte; de beleggingsdeskundige moet geen financieel planner worden. Toch lijken de tekenen anders. Het inventariseren van doelstellingen, het periodiek meten van de haalbaarheid daarvan en het verplicht meten van verliescapaciteit van de cliënt zijn ontegenzeggelijk concrete stappen in die richting. Onderwerpen die terug te vinden zijn in de leidraden van de toezichthouders en de Europese beleggingsrichtlijn MiFID II.

Afhankelijk van de dienstverlening wordt er dus meer en meer informatie ingewonnen bij de consument. Informatie die gebruikt wordt om integraler advies te kunnen geven. Er is tegelijkertijd ook een andere ontwikkeling.

Een ontwikkeling waarbij het informeren van de consument centraal staat (Spindler, 2011). De eisen aan deze informatieverstrekking nemen eveneens toe met de komst van de eerder aangehaalde MiFID II-richtlijn. Dit om zo de consument beter te informeren en weerbaarder te maken. Zo zal de cliënt die gebruikmaakt van beleggingsadvies voorafgaand aan een transactie geïnformeerd moeten worden waarom deze transactie wel of niet voor hem geschikt is. Kijkt een cliënt een tijdje niet naar zijn beleggingsportefeuille dan zal, zo leren de MiFID II-plannen, de cliënt op een andere wijze de informatie over zijn portefeuille opgedrongen moeten worden.

Ondanks de toegenomen hoeveelheid en fijnmazigheid van wet- en regelgeving zijn de toezichthouders AFM en DNB van mening dat de sector verder geholpen moet worden om gewenst gedrag te implementeren. De leidraden van de toezichthouders worden hiertoe ingezet. Deze leidraden zijn gericht aan de financiële sector en geven handvatten hoe bijvoorbeeld het adviesproces ingericht zou moeten worden. Met deze leidraden grijpen de toezichthouders direct in op de bedrijfsprocessen van een beleggingsonderneming. Denk aan de verplichting om informatie verkregen van de consument te actualiseren. In de toelichting op de wet staat niets over het actualiseren van deze informatie, tenzij de beleggingsonderneming weet of zou moeten weten dat verkregen informatie gedateerd, onnauwkeurig of onvolledig is. In de leidraad 'Klant in Beeld' (2011) van de AFM is te lezen: "De AFM acht het daarbij wenselijk dat er minimaal jaarlijks een evaluatie van het klantbeeld en de dienstverlening plaatsvindt". Kortom, publiekrechtelijke open normen in de Wft worden op deze wijze vakkundig gedicht. De toezichthouders benadrukken dat de leidraad geen regel of richtlijn is en dat hij dus geen formeel-juridische werking heeft. De praktijk leert anders. Dit laat zich het best illustreren met wat tekstvoorbeelden. De vrijblijvendheid om een leidraad al dan niet te volgen wordt in de leidraad 'Tweedepijler pensioenadvisering' (augustus 2010) weggenomen. Als toelichting op de leidraad stelt de AFM:

"Om financieel dienstverleners te helpen bij de inrichting van een goede pensioenadviespraktijk heeft de AFM een 'leidraad tweedepijler pensioenadvisering' opgesteld. Hierin wordt door de AFM aangegeven waaraan een goed pensioenadviestraject *moet* [cursivering, TL] voldoen".

Een andere toezichthouder, de Europese Centrale Bank (ECB) lijkt eveneens een weinig vrijblijvend karakter aan de definitie van 'leidraden' te geven. In haar jaarverslag over het jaar 2008 is op pagina 227 te lezen:

"Deze code [gedragscode, TL] dient als leidraad en stelt ethische normen voor de leden van de Raad van Bestuur en hun plaatsvervangers bij het uitoefenen van hun functie als lid van de Raad van Bestuur".

Over de externe werking van een leidraad verwijs ik in dit verband ook naar het zogenoemde *Leidraad*-arrest. Uit dit arrest is een aantal voorwaarden te ontlenen waaraan volgens de Hoge Raad een niet algemeen verbindend voorschrift of beleidsregel moet voldoen. Zo moet het gaan om regels die (a) door een bestuursorgaan binnen zijn bestuursbevoegdheid zijn vastgesteld omtrent de uitoefening van zijn (eigen) beleid, (b) behoorlijk bekendgemaakt zijn en (c) zich naar inhoud en strekking ertoe lenen jegens de bij die regeling betrokkenen als *rechtsregel* te worden toegepast.<sup>6</sup> Van een vrijblijvend advies aan de sector is dus geen sprake. Noem het een ‘advies met sterk dwingend karakter’. Daarmee kan overigens niet gezegd worden dat de toezichthouder slechte producten heeft afgeleverd. In het geheel niet, maar was het niet fraai geweest als ze van de financiële sector zelf waren gekomen? Ondertussen missen deze leidraden hun publiekrechtelijke, privaatrechtelijke en praktische uitwerking niet. De rechterlijke macht heeft deze leidraden in diverse zaken als privaatrechtelijke toetssteen gebruikt.<sup>7</sup> En binnen de financiële sector worden deze leidraden nagenoeg automatisch tot standaard verheven.

We komen op een punt waarbij vragen gesteld kunnen worden over de effectiviteit van nieuwe (pseudo)regels. Hiervoor voer ik vijf argumenten aan:

1. *Luiheid*. Wetten en regels brengen luiheid met zich mee. Door de verjuridisering verstarren mensen en hebben ze de neiging om naar de letter van de wet of regel te handelen (Crozier, 1964) en niet af te wijken van wat anderen doen (Koedijk en Slager, 2012). Het creatieve proces wordt gestaakt en robotiseert mensen als het ware.
2. *Chilling effect*. Dit argument is nauw verbonden met het vorige. Daar waar consumenten zich overbeschermd kunnen voelen, kan dit leiden tot een onwenselijk hoge mate van voorzichtigheid voor aansprakelijkheid bij zowel de beleggingsonderneming als de werknemer, ook wel chilling effect genoemd (Schauer, 1978; Van Boom, Giessen en Verheij, 2008). Terwijl een consument behoefte heeft aan een financieel-economisch goed onderbouwd advies, waarbij soms juist durf en professioneel verantwoordelijkheid nemen essentieel kunnen zijn. Wet- en regelgeving schept weliswaar duidelijkheid, maar ook een sfeer van wantrouwen en onvrijheid.
3. *Hoge investering*. Nieuwe wet- en regelgeving moet doorgrond, geïnterpreteerd, geïmplementeerd en gemonitord worden door beleggingsondernemingen. Dit eist dermate veel aandacht en geld dat het ten koste kan gaan van het eigenlijke werk: het adviseren en begeleiden bij financieel-economische vraagstukken. Ter illustratie, de eenmalige compliancekosten voor de nieuwe beleggingsrichtlijn MiFID II worden tussen de € 512 en € 732 miljoen geschat. Daarnaast zullen de jaarlijkse kosten tussen de € 312 en € 586 miljoen bedragen (Deloitte, 2015).
4. *Zelfoverschatting*. Een groot deel van nieuwe regelgeving ziet, zo stelde ik eerder, toe op informatieplichten. Door deze grote hoeveelheid informa-



tie kan de consument zijn kennis overschatten en menen de controle te hebben over de situatie en eigenhandig conclusies te kunnen trekken. Dit wordt in de gedragseconomie ook wel de *illusion of knowledge* en de *illusion of control* genoemd (Montier, 2009). Een potentiële valkuil zou ik denken. Grote groepen Nederlanders<sup>8</sup>, zo blijkt uit onderzoek (OECD/PIAAC, 2013), kunnen bijvoorbeeld niet goed omgaan met het berekenen van percentages of het beredeneren van het rente-op-rente-effect.

5. *Moral hazard*. Eveneens een veronderstelling uit de gedragseconomie waarbij de consument zich beschermd voelt door grote hoeveelheid en fijnmazigheid van wet- en regelgeving. Daarbij verandert het gedrag van de consument als gevolg van het feit dat hij de financiële consequenties van zijn handelen niet langer zelf kan dragen, maar kan afwentelen op een derde (Hölmstrom, 1979).

Het is niet lastig medestanders te vinden voor het standpunt dat meer regelgeving niet het gewenste effect zal sorteren. De Raad van State gaf in 2013 een advies over de Wijzigingswet Financiële markten 2014. In dit verband beperk ik mij tot het ‘zorgplichtartikel’ 4:24a Wft. In dit artikel wordt de financiële dienstverlener verplicht om de ‘gerechtvaardigde belangen’ van de consument in acht te nemen en hiernaar te handelen. In de praktijk blijkt dit wetsartikel een dode letter te zijn; het wordt niet of nauwelijks gebruikt. Het adviesorgaan van de overheid wijst daarentegen op de verantwoordelijkheid van de consument om zich ‘naar vermogen’ te laten informeren. Volgens de Raad lijkt het erop dat de financiële dienstverlener er verantwoordelijk voor wordt dat de consument uiteindelijk een goede beslissing neemt. Ik citeer uit het rapport:

“De Afdeling advisering is er niet van overtuigd dat een dergelijke verdeling van de verantwoordelijkheden tussen de financiële dienstverlener en de consument recht doet aan de eigen verantwoordelijkheid van de consument. Met een zodanig vergaande zorgplicht valt zelfs niet uit te sluiten dat de consument minder eigen verantwoordelijkheid zal nemen, omdat zijn belang in belangrijke mate door de financiële dienstverlener moet worden behartigd. Gelet hierop is de Afdeling advisering niet overtuigd van het nut en de noodzaak van een zo vergaande publiekrechtelijke zorgplicht”.

Meer wet- en regelgeving gaat verlamvend werken en biedt een quasiveilige, juridische schuilplaats. Op zoek naar de invulling van ‘klantbelang centraal’ is de afslag naar het juridisch indekgedrag snel genomen. De kritische consument zal hier vaker dan ooit zijn rug naar toe keren. Hij is bereid te betalen voor een goed onderbouwd financieel-economisch advies, niet voor een goed juridisch geformuleerd advies.

## De rol van de toezichthouder(s)

Daar waar de invloed van wet- en regelgeving toeneemt, ontstaat een roep om toezicht. Het is ontegenzeggelijk zo dat het toezicht op de financiële sector onderhevig is aan grote veranderingen. Van de jaren dertig tot zeventig was het toezicht voornamelijk gericht op een combinatie van controle op de marktstructuur, voorwaarden stellen aan bankstructuren en het instellen van regels ten aanzien van asset allocatie en renteplafonds (Harnay en Scialom, 2015). In de late jaren zestig heeft het publieke belang van regelgeving plaatsgemaakt voor een meer privaat belang van regelgeving in de financiële sector. Na drie opeenvolgende dereguleringsgolven begin jaren tachtig is de hoeveelheid nieuwe regels weer aan het toenemen. Bron van deze veranderingen zijn in veel gevallen trans-Atlantische verdragen (denk aan FATCA), Europese richtlijnen (bijvoorbeeld MiFID) en nationale wet- en regelgeving die voor aanzienlijke druk zorgen op systemen en mensen. Daarbij kan men zich niet aan de indruk onttrekken dat politiek en toezichthouders bezig lijken te zijn om in korte tijd een inhaalslag te maken. Tot aan de kredietcrisis hebben met name macroprudentieel toezicht en zelfregulering een belangrijke rol gespeeld.

In retroperspectief was het invoeren van nieuwe – strengere – wet- en regelgeving zeker na de kredietcrisis een van de weinige opties die overheden hadden. Regelgedreven toezicht is in deze onzekere tijd verklaarbaar. Daarbij is de rol van de toezichthouder onmiskenbaar veranderd. Niet alleen dient hij nu een complexe combinatie van macro- en microprudentiële uitgangspunten centraal te stellen, maar hij richt zich in toenemende mate ook op het feitelijke gedrag van werknemers van onder toezicht gestelde instellingen.<sup>9</sup> Zo tracht de toezichthouder een omgeving te entameren waarin het aantrekkelijk is om transparant te handelen, informatie snel te delen en te adviseren in het belang van de gemeenschap. Gestimuleerd door publieke opinie en gefaciliteerd door de overheid hebben de Nederlandse financiële toezichthouders zo meer en meer invloed gekregen en trachten zij een stevige greep te krijgen op de wijze waarop in de praktijk bijvoorbeeld beleggingsdiensten worden uitgevoerd. Hiervoor gaf ik al het voorbeeld van de leidraden van de toezichthouders.

Gezien de maatschappelijke druk is zelfregulering binnen de financiële sector electoraal weinig interessant. Daarbij heeft strengere regelgeving iets aantrekkelijks te bieden in tijden van crisis: zekerheid en fermheid. Toch is de rekbaarheid van het toezichtelastiek beperkt. Het is niet mogelijk om eindeloos door te gaan met het dichten van de mazen van de wet. “Wat werkelijk aan de orde was, is dat DNB en de financiële sector af moesten van het idee dat het gaat om de letter van de wet. Het gaat namelijk om de geest van de wet”. Dit stelde voormalig DNB-bestuurslid Joanne Kellermann in een afscheidsinterview eind 2014.<sup>10</sup> Van de letter van de wet terug naar de geest

van de wet. Maar wel de geest zoals de toezichthouder deze voor ogen heeft en waarbij de financiële sector een bijrol lijkt te spelen. Kan zelfregulering met zelfontwikkelde en opgelegde gedragsstandaarden hier een rol spelen? Zeker, maar alleen vanuit een gecoördineerde, sectorale aanpak. Als we kijken naar beleggingsdienstverlening dan valt op dat het in de praktijk lastig is om tot een sectoraal communis opinio te komen. Dit werd bijvoorbeeld duidelijk bij de opstelling van enkele leidraden waarbij toezichthouders consultatierondes hielden in de financiële sector. Eufemistisch gesteld bleek er niet altijd eensgezindheid in de sector. Is er wel voldoende wil en gevoel voor urgentie om tot overeenstemming te komen binnen de financiële sector? Een onderzoeksrapport uit 2011 van de Nederlandse School voor Openbaar Bestuur over het handelingsperspectief voor de Autoriteit Financiële Markten oordeelt hierover hard. In dit rapport worden vier condities genoemd voor het verbeteren van zelfregulering: beter toezicht, meer regels, vereenvoudiging van de markt en introduceren van zelfreguleringsinstrumenten. Een van de conclusies uit het rapport luidt: “Er is gebrek aan besef, bewustzijn en bereidheid bij banken en de NVB om te werken aan de verbetering van de vier condities” (p. 53). Met de constatering dat het zelfregulerend vermogen van de financiële sector nog beperkt is, bespeur ik ook een tendens waarbij er meer serieuze initiatieven vanuit de sector komen. Denk aan de gedragscode Hypothecaire Financieringen, de initiatieven van de VBA en handreikingen van DUFAS. Toch lijkt een integrale sectorbrede aanpak nog weinig gemeengoed. De financiële sector is misschien te pluriform om tot gemeenschappelijke principes te komen waar ook de toezichthouder, politiek en rechterlijke macht zich in kunnen vinden. Dan is het ook gemakkelijker om een onafhankelijke derde, zoals de toezichthouder, deze noten te laten kraken ...

Daar waar volledig principegedreven toezicht op onmogelijkheden stuit en regelgedreven toezicht zijn grenzen aan het verkennen is, lijkt er plaats voor een relatief nieuw paradigma. Deze nieuwe vorm van toezicht is geïntroduceerd door Walsh (2008): het instituutgedreven toezicht. Deze benadering kent een aantal belangrijke kenmerken. Zo wordt wet- en regelgeving op meta-niveau opgelegd en worden compliancedoelen op lokaal niveau vastgesteld. De invulling van de weg naar dit doel kan vervolgens door de sector of instelling zelf bepaald worden. Een ander kenmerk is dat het instituutgedreven toezicht zich richt op het organiseren van *self-assessments*. Daarbij worden risico's met behulp van zelfanalyses in kaart gebracht, verbeteringen voorgesteld en wordt de voortgang hiervan gerapporteerd. Vanzelfsprekend moeten toezichthouders hierbij wel perspectief hebben. Een actieve sector die zelfkritisch met eigen inzichten komt welke in lijn liggen met datgene wat aantoonbaar in het belang is van de maatschappij. Wil er echt een veranderingsproces op gang komen, dan zal de sector bereid moeten zijn eenduidig doelen te formuleren en met de toezichthouder dit veranderproces in te gaan. Deze veranderingen zouden op hoofdlijnen moeten worden beschreven, maar op tactisch en operationeel niveau met duidelijke zelfregulering moeten worden ingevuld.

## De privaatrechtelijke verplichtingen en de rol van de rechterlijke macht

Naast het publiekrecht en de toezichthouder, zijn privaatrechtelijke verplichtingen en de rechterlijke macht bepalend voor de wijze waarop een beleggingsonderneming haar diensten aanbiedt. Vanuit de burgerlijke rechtspraak hebben zich verplichtingen voor de beleggingsonderneming gevormd. De zorg die de beleggingsonderneming ten opzichte van haar cliënten (lees: niet-professionele beleggers) heeft gaat daarbij verder dan de zorg bij gelijkwaardige partijen. Deze zorg kan zo ver gaan dat in bepaalde omstandigheden de consument tegen zichzelf beschermd moet worden indien blijkt dat er sprake is van het gevaar van eigen lichtvaardigheid of gebrek aan inzicht. Dit wordt 'bijzondere of verzwaarde zorgplicht' genoemd. In die situaties dient er nadrukkelijk schriftelijk gewaarschuwd of in bepaalde gevallen zelfs een dienst geweigerd te worden. Belangrijk zijn hier privaatrechtelijke beginselen als 'redelijkheid en billijkheid' en 'goed opdrachtnemerschap'. Noem het maatstaven of normen waar een goed beleggingsadviseur of vermogensbeheerder zich naar zou moeten gedragen. Zo is in artikel 7:401 BW het goed opdrachtnemerschap gedefinieerd. Vanaf de jaren negentig hanteert de Hoge Raad de norm van 'goed opdrachtnemer' waarbij de opdrachtnemer zich heeft te gedragen "zoals van een redelijk bekwame en redelijk handelende beroeps- of vakgenoot mag worden verwacht".<sup>11</sup> Er wordt daarbij bijvoorbeeld gekeken naar de mate van professionaliteit. Hoe meer deskundigheid de dienstverlener claimt, hoe groter de zorgplicht. Uitgangspunt daarbij is dat indien iemand zich presenteert als 'professional' er bepaalde technische diepgang en vaardigheden mogen worden verondersteld en hier dienovereenkomstig naar gehandeld moet worden. Zo is het denkbaar dat aan een *private banker* die een passende vooropleiding heeft gevolgd en in het bezit is van een beroepsregistratie, een hogere mate van zorgvuldigheid wordt toegedicht dan aan een baliemedewerker bij een bank. Dit vanuit een civielrechtelijk, maar zo mogelijk ook vanuit een tuchtrechtelijk perspectief.

Parallel aan artikel 7:401 BW fungeert artikel 6:248 BW als norm voor de privaatrechtelijke verplichtingen van een beleggingsonderneming. Dit artikel gaat over 'redelijkheid en billijkheid'. Bij de vaststelling van redelijkheid en billijkheid wordt rekening gehouden met algemeen erkende rechtsbeginselen, met de in Nederland levende rechtsovertuigingen en met de maatschappelijke en persoonlijke belangen. Privaatrechtelijk wordt een normerend kader geschapen waar de beleggingsadviseur en vermogensbeheerder in de praktijk hun handelen aan kunnen toetsen. Ze vormen echter niet dé norm. De gerechtelijke uitspraken worden immers gedaan op basis van casuïstiek oftewel 'de omstandigheden van het geval'. Toch kan de impact van jurisprudentie verstrekkend zijn. Daarbij blijkt zelfs dat jurisprudentie onjuist geïnterpreteerd wordt, hetgeen kan leiden tot de overmatige angst voor potentiële schadeclaims. Dit draagt zo bij aan een

onwenselijk hoge mate van voorzichtigheid bij bijvoorbeeld advisering. Hier kom ik aanstonds nog op terug.

De rechterlijke macht oefent niet alleen indirect met behulp van jurisprudentie invloed uit op bedrijfsprocessen binnen beleggingsdienstverlening. Ook brengt zij adviezen uit. Zo zijn in 2014 door de commissie ‘Bewind en Overleg’ van het Landelijk Overleg Voorzitters Civiele en Kantonsectoren (LOVCK) twee aanbevelingen gepubliceerd. In deze ‘Aanbevelingen meerderjarigenbewind’ en ‘Aanbevelingen curatele’ geeft de rechterlijke macht specifieke instructies aan de bewindvoerder of de curator over de wijze waarop middelen van de onder bewind gestelde of curandus mag worden belegd. En hoe de kantonrechters het handelen van de beleggingsondernemingen moeten beoordelen. Als u deze aanbevelingen als econoom beziet, dan kunt u zich niet aan de indruk onttrekken dat hier met alle beste bedoelingen door juristen aan een financieel onderwerp geknutseld is. In deze aanbevelingen is bijvoorbeeld te lezen: “Bij belegging in staatsobligaties (staatsleningen) dient uitsluitend gekozen te worden voor landen met een AAA-rating”. Onduidelijk is wat hiermee bedoeld wordt. Wordt hiermee het moment van aankoop bedoeld? Of gedurende de beleggingshorizon? Welke *rating agency* wordt bedoeld? En wat als er verschillende ratings worden afgegeven op dezelfde staatsobligatie? In deze aanbevelingen worden opmerkingen gemaakt over de wijze waarop het vermogensbeheer moet worden uitgevoerd. Zo wordt gesteld:

“Een overeenkomst met een vermogensbeheerder, waarbij deze ook – redelijke marktconforme – transactiekosten in rekening mag brengen, zonder beperking in het aantal transacties per jaar, is niet toegestaan”.

Wordt serieus gesteld dat er een maximaal aantal transacties per jaar moet worden afgesproken? Of hiermee het klantbelang centraal staat, is natuurlijk de vraag. Laat ik duidelijk zijn: op veel onderdelen zijn deze aanbevelingen voor de beleggingsonderneming onuitvoerbaar, maar ook het klantbelang kan direct in het gedrang komen. Verbaast deze interventie van juristen? Of zou de financiële sector zelfkritisch moeten oordelen dat zij hier een taak heeft laten liggen? Nadat een collega en ik hier een artikel (Loonen en Weewer, 2014) over publiceerden in het *Tijdschrift voor Rechterlijke Macht* was de reactie van een senior rechter: “Eindelijk eens reactie uit de financiële sector”.

### Financieel-economische inzichten

Wet- en regelgeving, leidraden, jurisprudentie en aanbevelingen brengen verplichtingen met zich mee voor de beleggingsonderneming. Hoe verhouden deze verplichtingen zich met de financieel-economische taak van

de beleggingsdeskundige en de beleggingsonderneming? De financieel-economische taak vindt haar oorsprong in de aard van de relatie tussen de consument en de beleggingsonderneming. Dit economisch beginsel wordt de 'principaal-agenttheorie' of de 'lastgever-agenttheorie' genoemd (Jensen en Meckling, 1976). Asymmetrie in kennis en informatie speelt hier een prominente rol. In deze relatie verbindt de opdrachtnemer of agent zich aan de andere partij, in dit geval de consument (de opdrachtgever of principaal) om een activiteit te verrichten. Daarbij is er sprake van delegatie en discretionaire ruimte. De principaal neemt de agent in de arm om deze handelingen te verrichten. Dit alles gebeurt om de doelstellingen van de principaal te bereiken, waarbij de agent discretionaire bevoegdheden krijgt namens de principaal. De principaal beschikt veelal over beperkte informatie over de handelingen van de agent en mede daardoor slechts beperkte controle kan uitoefenen. Echter, bij het uitvoeren van de dienstverlening heeft de agent doelstellingen die niet per definitie congruent hoeven te zijn met die van de principaal. Jensen en Meckling (1976) stellen:

“If both parties to the relationship are utility maximizers there is good reason to believe that the agent will not always act in the best interests of the principal”.

Om de belangen zo veel mogelijk te synchroniseren rusten op zowel de beleggingsonderneming als de consument (wettelijke) verplichtingen. Zo is er sinds 2013 het provisieverbod dat ertoe moet leiden dat consumenten alleen nog direct betalen voor de diensten van beleggingsondernemingen. Op deze manier wordt getracht de financiële belangen tussen principaal en agent gelijk te stellen. De beleggingsonderneming dient op haar beurt informatie te verstrekken, waaronder een overeenkomst waarin de inspanningsverplichting beschreven staat. Deze informatieverplichting is grotendeels wettelijk opgelegd aan de agent maar zorgt slechts voor een beperkte afname van de asymmetrie. Zoals we zagen ontbreekt het de principaal aan noodzakelijke kennis. Kortom, de agent biedt diensten aan waaraan de principaal behoefte heeft en waarvoor hij bereid is te betalen. Er moet dus toegevoegde waarde zijn om de relatie tussen principaal en agent in stand te kunnen houden. Wat is die toegevoegde waarde vanuit financieel-economisch perspectief?

Als we kijken naar beleggingsdienstverlening dan is de kerntaak 'beleggen'. Een activiteit die nauwelijks constanten of relaties kent waar zekerheid voor de toekomst aan kan worden ontleend. Het is geen rationeel-economische exercitie. Onderzoek naar bijvoorbeeld de koers voorspellende kracht van de beleggingsdeskundige toont aan dat deze zeer beperkt is (Copeland en Mayers, 1982; Jaffe en Mahoney, 1999). Uit de literatuur tekent zich een duidelijke toegevoegde waarde af: effectief risicomanagement. Dit kent twee invalshoeken:

1. Beheersen van emotie. Emotie speelt een prominente rol in ons handelen. Binnen de economische wetenschap is zo het relatief nieuwe vakgebied 'gedragseconomie' of 'behavioral economics' ontstaan. Hier worden de emotie en de effecten hiervan binnen ons handelen onderzocht. Ook de beleggingsleer bevindt zich steeds vaker op het snijvlak van portefeuillemanagement en gedragseconomie. Slager (2015) stelt terecht de vraag of adviseurs en beheerders zich voldoende realiseren dat zij nauwelijks bezig hoeven te zijn met economie, maar vooral met emotie. Shapira en Venezia (2001) deden onderzoek naar de beleggingsresultaten van 2411 particuliere beleggers die geheel zelfstandig belegden, en vergeleken deze met de resultaten van 2887 beleggers die onder begeleiding van een beleggingsdeskundige belegden. Centraal staat de vraag of de beleggingsdeskundigen minder ontvankelijk zijn voor sommige psychologische effecten dan particuliere beleggers. Het onderzoek was met name gericht op het dispositie-effect. Dit is de emotie van beleggers om hun winstgevende beleggingen snel te verkopen waardoor de beleggingsportefeuille alleen nog bestaat uit verlieslatende beleggingen. De onderzoekers concludeerden dat particuliere beleggers die handelden met hulp van een beleggingsdeskundige, hun verlieslatende beleggingen 56,15 dagen aanhielden, terwijl dit bij de zelfstandige beleggers gemiddeld 63,26 dagen was. Bij profijtelijke transacties was het echter omgekeerd. De beleggers die onder begeleiding handelden, hielden deze winstgevende posities 25 dagen aan, terwijl de zelfstandige beleggers deze 20,17 dagen aanhielden. Conclusie: het dispositie-effect bij beleggers die begeleid werden was kleiner dan bij zelfstandige beleggers. Vanzelfsprekend is dit beheersen van emoties door de beleggingsdeskundige alleen effectief als de belangen tussen de agent en de principaal zo veel mogelijk gelijkgesteld zijn. Wordt bijvoorbeeld veelvuldig muteren door de agent beloond, dan is het voorkomen hiervan weinig effectief.
2. Beheersen van beleggingsspecifieke risico's. Onderzoek toont aan dat beleggingsportefeuilles die zijn samengesteld zonder de hulp van een beleggingsadviseur of vermogensbeheerder aanzienlijk minder goed gediversifieerd zijn. Ze bevatten vaak beleggingen die verlieslatend zijn en bestaan voornamelijk uit beleggingen uit eigen land (ook wel *home bias* genoemd). Zodra een beleggingsportefeuille wordt samengesteld met behulp van een beleggingsadviseur of vermogensbeheerder dan blijkt de spreiding aanzienlijk beter hetgeen risicoreducerend werkt (Shapira en Venezia, 2001; Kramer, 2012). Ook de bereidheid tot het nemen van risico's hoort bij effectief risicomanagement. Daarbij dient rekening te worden gehouden met variabelen als looptijd, emotionele risicobereidheid en economische omgevingsfactoren, zoals inflatie en fiscale druk.



De wijze waarop er belegd wordt is van belang, maar ook de wijze waarop er op bepaalde gebeurtenissen wordt gereageerd bij het financieel-economische handelen. Onzekerheid accepteren teneinde de haalbaarheid van doelstellingen te vergroten kan bij het leveren van toevoegde waarde horen. Dit zal ik onderbouwen met twee voorbeelden.

#### Voorbeeld 1: pensioengerelateerd vermogen

Binnen veel beleggingsondernemingen heerst het dogma dat pensioengerelateerd vermogen altijd defensief belegd moet worden. De wetgeving zou hiertoe aanleiding geven. Quod non. Over het beleggen met pensioengelden is in ruime mate jurisprudentie voorhanden. In een aantal uitspraken van zowel de burgerlijke rechter als (de rechtsvoorgangers van) het Kifid is een beleggingsonderneming op haar vingers getikt omdat het vermogen te offensief belegd was. Met deze uitspraken hebben beleggingsondernemingen de conclusie getrokken dat het vanuit juridische optiek pruderenter is om pensioengerelateerd vermogen alleen nog defensief te laten beleggen. Terwijl er veelvuldige jurisprudentie is waaruit blijkt dat er in bepaalde omstandigheden wel degelijk beleggingsrisico gelopen mag worden. Denk aan de situatie waarbij vermogen een duidelijk omschreven doel of een middellange beleggingshorizon heeft. Daar kan het vanuit financieel-economische optiek wel degelijk passen om een zekere mate van onzekerheid te accepteren en is dit zelfs in het belang van de haalbaarheid van de financiële doelstellingen. Zo wordt de kans dat inflatie effectief bestreden wordt groter en zal het langlevensrisico mogelijk verkleind worden. Daarbij moet wel voldaan worden aan bepaalde juridische plichten van de zijde van de beleggingsonderneming, zoals informatieplichten. Een financieel-economisch advies, mits begeleid met voldoende informatie en toelichting, kan hier zeker geschikt zijn.

#### Voorbeeld 2: onbuigzaam handhaven van bandbreedtes

Dat juridisch redeneren een grote invloed heeft gekregen binnen de beleggingsdienstverlening blijkt ook bij risicoprofielen. Deze risicoprofielen kennen zogeheten 'bandbreedtes' en geven procentuele grenzen aan hoe een beleggingsportefeuille moet worden ingericht. Er wordt bijvoorbeeld contractueel overeengekomen dat er altijd minimaal 20% en niet meer dan 50% in aandelen belegd wordt. De beleggingsonderneming houdt vervolgens angstvallig vast aan dit minimale belang van een asset class. Dit is immers juridisch overeengekomen. Te brede bandbreedtes, waarbij er in zijn geheel afscheid kan worden genomen van een asset class, zijn lastig beheersbaar en moeilijk juridisch verdedigbaar.<sup>12</sup> Echter, er kunnen evenwel goede beleggingstechnische redenen zijn om een bepaalde asset class tijdelijk uit te sluiten in een beleggingsportefeuille. Wordt hier te 'dynamisch' mee omgegaan, dan ligt het aansprakelijkheidsrisico op de loer.



## Moreel-ethisch bewustzijn

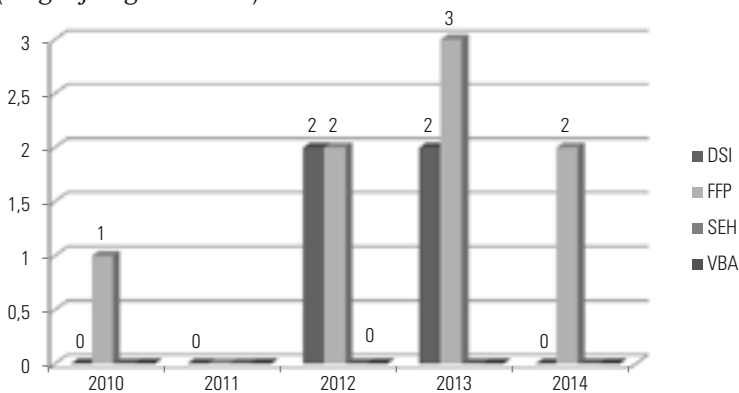
Met de introductie van nieuwe wet- en regelgeving, procedures en transparantie wordt getracht het *confidence* van de consument in de financiële sector te herstellen. Toch zijn deze maatregelen niet voldoende om *trust* te bereiken. De brug naar *trust* zal grotendeels geslagen moeten worden door aantoonbare toegevoegde waarde. Dit zal deels vanuit de beleggingsonderneming en -sector moeten worden geëntameerd met juiste producten, diensten en procedures. De beleggingsonderneming moet bereid zijn de juridische kaders in te zetten om zo financieel-economische inzichten te leveren. Dit brengt ook risico's met zich mee, zoals discussies met de toezichthouder en heeft zelfs invloed op de publieke opinie. Toch is dat slechts een deel van het antwoord. De probleemperceptie is veranderd van een prudentieel probleem naar een gedragsprobleem. *Trust* bereiken is van belang, maar kan alleen geborgd worden door juist en consistent gedrag. Naast juridische kaders en financieel-economische inzichten is er dus een derde dimensie: het moreel-ethische bewustzijn en de verantwoordelijkheid van het individu.

Er wordt nu een direct moreel-ethisch appèl gedaan op de bankmedewerker. Deze moreel-ethische verantwoordelijkheid wordt sinds april 2015 in Nederland geëxpliciteerd door de introductie van de bankierseed. Een unicum in de wereld. De eerste natie waarin alle bankmedewerkers verplicht zijn om voor 1 april 2016 een eed of belofte af te leggen. Met deze eed belooft de bankmedewerker plechtig dat hij zijn functie integer en zorgvuldig zal uitoefenen, dat hij zorgvuldige afwegingen zal maken tussen de belangen van alle partijen die bij de onderneming betrokken zijn en waarbij hij in die afweging het belang van de klant centraal zal stellen. Ik grijp hier terug naar het klaarblijkelijke lage vertrouwen op systeemniveau en het relatief hoge vertrouwen op actorniveau. De actor wordt nu verzocht om deze eed of belofte af te leggen. Hij opereert echter niet solistisch. Anders gesteld: de handeling van de bankier is niet eenvoudigweg los te koppelen van diens werkgever. Dit in tegenstelling tot de handelwijze van de arts of advocaat die onafhankelijk van de instelling waar hij of zij werkzaam is getoetst kan worden. Daarbij zou volgens sommigen het bancaire tuchtrecht kenmerken moeten krijgen van het economisch tuchtrecht (zoals de DSI-registratie) aangezien het handelen van het individu vaak samengaat met de opstelling van diens werkgever (Soeharno, 2014). Een standpunt dat ik deel.

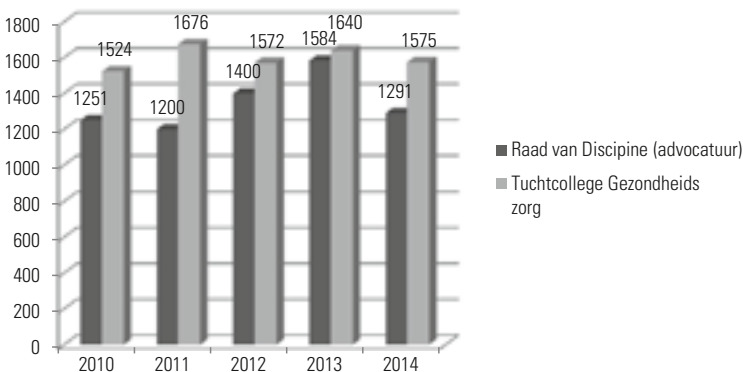
Aan deze eed of belofte is ook een gedragscode verbonden. Deze leert dat de bankmedewerker zijn klanten onder andere zo goed mogelijk informeert over producten en diensten en de risico's ervan. Ook dat hij geen producten of diensten aanbiedt die niet bij hen passen en eraan bijdraagt dat een product geen onverantwoorde risico's heeft voor een klant. Daarnaast is er tuchtrecht van toepassing. Dit betekent dat, indien er aanleiding is om te

vermoeden dat een bankmedewerker deze normen uit de gedragscode heeft overtreden, hij tuchtrechtelijk kan worden aangesproken.

Dit is overigens niet nieuw voor de gemiddelde medewerker die klantcontact heeft. Zo zal menig bankmedewerker nu al gebonden zijn aan een of meerdere gedragscodes. Dit kan voor beleggingsadviseurs en vermogensbeheerders de DSI Gedragscode of de VBA Gedragscode zijn, voor financieel planners de Gedragscode FFP of CFP en voor hypotheekadviseurs de Gedragscode Erkend Hypotheekadviseur. In deze gedragscodes wordt het centraal stellen van het klantbelang en hoe dit bereikt kan worden verschillend verwoord. Sommige instituten gebruiken deels publiekrechtelijke verplichtingen, andere instituten grijpen naar de privaatrechtelijke redelijkheid- en billijkheidsnormering. Met een of meerdere van deze registraties bij deze instituten worden deze gedragscodes ook verbindend voor de betreffende bankmedewerker en is tuchtrecht van toepassing. En laat ik me eufemistisch uitdrukken: het loopt niet storm met tuchtrechtelijke procedures in de financiële sector<sup>13</sup>. Zeker niet vergeleken met andere sectoren (vergelijk figuur 5 en 6).



Figuur 5. Aantal tuchtrechtsuitspraken gedaan door instanties/beroepsverenigingen in de financiële sector (bronnen: jaarverslagen of telefonische navraag).



Figuur 6. Aantal tuchtrechtzaken die zijn aangebracht bij de Raad van Discipline en Tuchtcollege Gezondheidszorg (bron: jaarverslagen 2010-2014).

Wellicht is dit omdat een klager met een tuchtrechtelijke procedure geen financiële verhaalmogelijkheid heeft; dit moet privaatrechtelijk gebeuren. Dit is in het algemeen zo bij tuchtrecht. Een andere reden kan zijn dat er een beperkte bekendheid is met het tuchtrechtelijk aanspreken van de nogal pluriforme beroepsgroep. Nu zijn de bankierseed en de daaraan verbonden gedragscode wettelijk verplicht gesteld voor die beleggingsdeskundigen die werkzaam zijn bij een bank. De eed is een zwaar middel. Vanouds is dit de hoogste vorm van beloven en het heeft primair als sociale functie vertrouwen te creëren of te versterken tussen mensen. Wat hiervan te denken? Stiefmoederlijk accepteren en doorgaan op de oude manier? Ik merk in de praktijk dat het moeten afleggen van een eed of belofte toch een gevoel van onbehagen bij bankmedewerkers oproept. Ten overstaan van derden doet men nu een plechtige belofte. Men voelt het klaarblijkelijk toch als een persoonlijke bezwaring.

Dit is nieuw. In een tijd waarin, door sterker wordende rechtssystemen, een belofte bij de meeste sociale en financieel-economische transacties vervangen is door het juridische contract, wordt de moreel-ethische verklaring als middel ingezet om de individuele morele aanspreekbaarheid van de bankenwereld te versterken. Is dit bezwaarlijk? Als wetenschapper word ik geregeld geacht een belofte te doen. Tracht eens een artikel te publiceren in een Amerikaans tijdschrift en er dient diverse keren beloofd te worden dat de gepresenteerde onderzoeksresultaten echt door de auteurs zijn verzameld. Je dient ergens voor te staan. Waar staat de bankmedewerker nu echt voor en heeft hij invloed op datgene wat hij belooft? Natuurlijk, de gedragscode kan zonder morren getekend worden; anders heb je mogelijk wat te verbergen. Een drogredenering. Zonder de aard van de belofte te begrijpen, de consequenties ervan te overzien en zelf veranderingen te kunnen doorvoeren, kun je als individu onvoldoende verantwoordelijkheid nemen en dus hierop aangesproken worden. Hiermee wordt een afgelegde eed weinig waardevol. Om met Boatright (2013, p. 161) te spreken:

“Since banking lacks the relevant characteristics of a profession or public office and could not reasonably be expected to acquire them, a banker’s oath is incapable of serving the role of oaths in these other contexts”.

Mark Rutgers en ik concluderen in ons eerder aangehaalde onderzoek dat het bereiken van het doel van de eed – herstel van het vertrouwen in de financiële sector – een *uphill battle* zal worden. De eed is daarbij niet per se gedoemd te mislukken, maar komt te vroeg. De eed zou, zoals ook blijkt uit eerdere wetenschappelijke onderzoeken (Lokhorst, 2009), beter vrijwillig afgelegd kunnen worden. Daarbij zouden de gedragscode en het tuchtrecht eerst robuust ingevoerd moeten worden. Met behulp van discussies binnen de financiële sector, het innemen van zelfregulerende standpunten en

training wordt de gedragscode beter begrepen, geaccepteerd en beleefd. Vervolgens had de bankierseed een fraai sluitstuk kunnen zijn als ‘beroepseer’ en ‘publieke belofte’.

### Tussentijdse conclusie

Dames en heren, het bastion van financiële dienstverleners is overgenomen door het leger der juristen en toezichthouders. Ze zijn gewapend met wetboeken en retoriek, maar hebben niet altijd afdoende slagveldervaring. Ervaring waarbij bijvoorbeeld het omgaan met spanningsvelden essentieel is. Het beleg van het bastion duurde kort. Na een knal die de kredietcrisis heet, is dit leger binnengestormd en heeft de ophaalbrug opgehaald. Verward keken de economen elkaar aan: “Dit was toch eens ons domein?”. Vanaf de kantelen dicteren de juristen de spelregels aan de economen. Spelregels die door economen geassocieerd worden met toezicht en compliance: “Gedoe voor economen”. Econoom Willem Buiter zei eens over juristen:

“They are so focused on winning an argument through technicalities, that they no longer would recognize the truth if it bit them in the butt”.<sup>14</sup>

Buiter overdrijft natuurlijk. Juristen kunnen van groot nut zijn, ook binnen de beleggingsdienstverlening. In veel gevallen is wet- en regelgeving zelfs het noodzakelijke duwtje in de rug geweest om daadwerkelijk veranderingen in de financiële sector teweeg te brengen. Juristen hebben immers de capaciteit om complexe materie te omkaderen en ogenschijnlijk beheersbaar te maken. Het vertrekpunt van juristen en economen is echter verschillend: juristen zien onzekerheid als een bedreiging die met regels beteugeld moet worden. Economen beschouwen onzekerheid als een kans die gekwantificeerd kan worden. Komt de econoom met een beschouwing over het verleden en met een predictie, de jurist komt met feiten en een passend wetsartikel. Echter, zodra juristen zich op het voor hen gladde ijs van de inhoud van beleggingsdienstverlening begeven, kunnen er ongelukken gebeuren en kan het klantbelang zelfs in het gedrang komen.

Met het introduceren van nieuwe regelgeving wordt nu getracht het confidence te herstellen. Lukt het om het confidence te herstellen, dan zal de volgende halte *calculative trust* worden (Lewick, MacAllister en Bies, 1998; Luhmann, 1979; Rousseau et al., 1998). Daarbij schat de consument zijn kansen op winst of verlies in en is op basis van ratio al dan niet bereid om beperkte trust te geven. Met het invoeren van de bankierseed, de gedragscode en het tuchtrecht wordt getracht versneld de staat van trust te bereiken. Deze shortcut zal naar mijn overtuiging niet werken. Zoals gesteld, het komt te snel. We zullen eerst verder moeten werken aan confidence.

Confidence waar financieel-economische inzichten toegevoegde waarde moeten leveren. Ik zou zeggen: “Economen wapen u, ten strijde”!

### Mogelijke perspectief: professionalisering

Maar hoe? Welke wapens heeft de financiële sector tegen de verjuridisering en afnemend vertrouwen; in een tijd waarbij de toegevoegde waarde concreet moet zijn en er een direct appèl wordt gedaan op de individuele moraliteit? Het antwoord hierop is ‘professionalisering’. Niet ‘professioneel’ als bijvoeglijk naamwoord en kwalificatie van handelen, maar een fundamentele herpositionering van de financiële advisering. Concreet bijdragen aan confidence betekent dat er keuzes moeten worden gemaakt.

Een paar aanbevelingen:

1. Duidelijke profilering. Door de grote pluriformiteit van vakgebieden en taken binnen de beleggingsdienstverlening en financiële sector in zijn geheel, is het van belang keuzes te maken. Als het gaat om professionaliseren zouden we ons dan ook moeten beperken tot diegenen die direct contact onderhouden met de consument. Met behulp van een beperkt aantal beroepsprofielen wordt het de consument duidelijk wat de rol van de professional is. Deze beroepsprofielen zouden bekend moeten worden gemaakt aan het publiek en de financiële dienstverlening zou hierop georganiseerd moeten worden.
2. Herkenbare verankering. Momenteel wordt de financiële sector gekenmerkt door een grote diversiteit aan belangenverenigingen en privaatrechtelijke registratie-instituten. Consolidatie gaat leiden tot herkenbaarheid en uniformiteit voor de buitenwereld, consument, toezichthouders en politiek. Vanuit deze eenduidige organisatie weet een professional wie en wat hij dient, en in welk maatschappelijk weefsel hij een rol vervult (Broers, 2013). En wellicht veel belangrijker, de consument is er nu ook mee bekend.
3. Duidelijke toelatingseisen. Bij een professionele beroepsgroep horen duidelijke toelatingsdrempels met zware opleidingseisen (Wilensky, 1964). Deze opleiding dient relevant te zijn voor het uitoefenen van het beroep.
4. Toelaten van wetenschappelijke inzichten. Bij het professionalisme zouden binnen de sector normen opgesteld moeten worden die door wetenschappelijke én praktische, vaktechnische inzichten ondersteund worden. Idealiter komen deze inzichten vanuit een overkoepelend wetenschappelijk bureau voor de financiële sector.
5. Publiceren van standaarden en *best practices*. Financieel-economisch onderbouwde best practices zullen vanuit de financiële sector in samenwerking met de wetenschap openbaar moeten worden gemaakt. Daarnaast zouden processen zoals het inwinnen en actualiseren van informatie, verder geprotocolleerd kunnen worden.

6. Gedegen permanente educatie. Daarbij zou aandacht moeten worden geschonken aan nieuwe vaktechnische inzichten. Tevens zijn hierbij vaardigheden van groot belang.<sup>15</sup> Denk hierbij aan communicatieve vaardigheden, maar ook rekenvaardigheid en de vaardigheid om risico's in te kunnen schatten en deze beheersbaar te maken, zijn onmisbaar. Ook het zorgvuldig belangenafwegingen kunnen maken zou een onderdeel moeten zijn van permanente educatie. Het thema financiële ethiek past hier uitstekend in.
7. Introductie van stage en intervisie. Hierdoor wordt het uitwisselen van complexe casus bevorderd, ook tussen financiële instellingen. Vanzelfsprekend met inachtneming van vertrouwelijkheid van informatie.
8. Vergroten van professionele status en vrijheid. Dit is wellicht de belangrijkste maar ook de lastigste. Ten eerste zou een horizontale carrière als even waardevol moeten worden gepercipieerd als een verticale. In de praktijk blijkt een 'carrière op de stoel' lastig te verenigen met een verticale (management)carrière (Goldner en Ritti, 1967), maar kent dit ook minder aanzien. Ten tweede zou de geprofessionaliseerde functie meer los moeten staan van de werkgever. Het dient de professional mogelijk te worden gemaakt eigen afwegingen te maken en hierop aangesproken te worden. Door professionalisering zal er professionele vrijheid ontstaan en zal ook de hoge mate van voorzichtigheid, resulterende in 'juridisch indekgedrag', afnemen.

Écht professionaliseren vereist het maken van echte keuzes; organisaties zullen over hun eigen schaduw heen moeten springen. Over de grenzen van onze beroepsgroep kijken en leren van beroepen in de advocatuur of in de, qua pluriformiteit meer vergelijkbare, medische sector kan daarbij nuttig zijn.

### Mijn bijdrage

Een sector in beweging biedt kansen, zeker voor een wetenschapper. De financiële sector zal noodzakelijke en diepgaande transformaties moeten doorvoeren. Transformaties waar nieuwe wet- en regelgeving eveneens geïmplementeerd moet worden. Er blijkt daarbij weinig aan empirisch materiaal beschikbaar te zijn (Van Gestel en Hertogh, 2006). Hoe wordt er op de werkvloer binnen de beleggingsdienstverlening met wet- en regelgeving, maar ook met ethische verplichtingen omgegaan? Hoe effectief is de (nieuwe) wet- en regelgeving? Het bestaande empirisch materiaal is daarbij met name kwantitatief van aard, kwalitatief onderzoek is beperkt voorhanden.

Is de effectiviteit van regelgeving überhaupt eenduidig en objectief meetbaar? Dit is een uitdaging maar niet onmogelijk. Zo is er een Amerikaans onderzoek naar de effectiviteit van regelgeving om marktmisbruik te

voorkomen (Bhattacharya en Daouk, 2002). Uit dit onderzoek blijkt dat de introductie en handhaving van deze regelgeving een positief effect lijkt te hebben op de efficiëntie van de kapitaalmarkt en geen additionele kapitaal-kosten in een specifiek land met zich meebrengt. Deze conclusies waren te trekken omdat de onderzoekers met objectief meetbare doelvariabelen in meer dan zevenentachtig kapitaalmarkten werkten. Deze analyse wordt ook wel de kosten-batenanalyse genoemd. Toch is het objectief meten van kosten van de introductie van regelgeving, laat staan van de baten, geen sinecure. Hoe meet je de effectiviteit van de introductie van de komende MiFID II in de Wft? Een lastige opdracht die sterk afhankelijk is van specifieke, goed meetbare, deelterreinen van regelgeving.

Lastig, maar niet onmogelijk. Het onderzoek naar de effectiviteit van risicoprofielen is een voorbeeld van kosten-batenanalyse. Met het instellen van risicoprofielen trachten beleggingsondernemingen aan de wettelijke eis binnen het 'Ken-Uw-Client'-beginsel te voldoen. Fred van Raaij van Tilburg University en ik hebben hierbij een groep consumenten de risicovragenlijsten van zes beleggingsondernemingen laten invullen. Per consument kwamen er zes verschillende beleggingsmixes voor de invulling van hun beleggingsportefeuille. Deze beleggingsmixes hebben wij vervolgens met behulp van een asset-liability-managementmodel geanalyseerd. Hier was dus wel iets te zeggen over mogelijk rendementsverlies (kosten). Met dit onderzoek is getracht een bijdrage te leveren aan een discussie over informatie en transparantie omtrent het gebruik van risicoprofielen. Op deze wijze hebben we aangetoond dat de uitwerking van het wettelijk verplichte 'Ken-Uw-Client'-beginsel in de praktijk mogelijk suboptimaal is en we hebben daarmee een discussie willen starten.

Toch is de kosten-batenbenadering niet altijd toepasbaar. Het meten van niet-economische effecten is bijvoorbeeld moeilijk (Black, 1996). Een andere benadering die aansluit bij mijn onderzoeksveld is de kwalitatieve methode. Deze benadering komt uit de Sociology of Law-stroming en stelt dat er niet alleen naar de regel gekeken moet worden, maar ook naar de betrokken actoren of instituten. Denk hierbij aan de wetgever, de rechterlijke macht, de financiële instellingen en de consumenten. Zumbansen (2009) hanteert hierbij drie niveaus: (1) is de regelgeving consistent met de instituten?, (2) is de wet- en regelgeving in staat om het gestelde probleem op te lossen? en (3) is er niet een ander geheel aan wet- en regelgeving en instituten in staat dit probleem beter op te lossen? Aanbevelingen voor de praktijk passen hier ook bij. Het terrein van beleggingsdienstverlening, met zijn stakeholders en regelgeving, biedt nog talloze interessante perspectieven voor nader onderzoek in de komende jaren.

Mijn benoeming is die van praktijkhoogleraar. Toegepaste wetenschap, zo begrijpt u, ligt mij dan ook na aan het hart. Ik zie het dan ook als een uitda-

ging hier een middenpad in te bewandelen. Bijdragen aan fundamenteel onderzoek met oog voor de implicaties in de praktijk. Ik zoek daarbij graag verdere samenwerking met de financiële sector op. Belangrijke bronnen waar ik uit kan putten zijn mijn werkzaamheden als tuchtrechter voor de Tuchtraad Banken, als gerechtelijke deskundige voor de rechterlijke macht maar zeker ook mijn werk als bankmedewerker. Dat toepassing van onderzoek alleen zinvol is als onderzoek kwalitatief hoogwaardig is, behoeft hier denk ik geen betoog. Hoogwaardig en interdisciplinair, en waarbij rechtswetenschap, ethiek en economische wetenschap bijeen worden gebracht. Het samenbrengen van verschillende disciplines en het actief opzoeken van de intrinsieke spanningen die bestaan tussen deze disciplines zal voor discussie, inzicht en verbetering zorgen. Het ultieme doel daarbij is te komen tot een transdisciplinaire aanpak, waarbij concepten, methoden en axioma's uit verschillende disciplines worden geïntegreerd. Met deze aanpak wordt het effect van wet- en regelgeving getoetst aan financieel-economische en ethische inzichten en wordt de aansluiting tussen wetenschappelijk onderzoek en de praktijk verbeterd. Maar ook het overbrengen van kennis en het stimuleren van discussie zie ik als een belangrijke taak. Bijdragen aan verdere professionalisering binnen de financiële sector door het geven van onderwijs, het doen van onderzoek en het ontwikkelen van opleidingsprogramma's beschouw ik als een prachtige uitdaging. Een uitdaging waar deze universiteit, waar veel kennis en ervaring is gehuisvest uitstekend toe geëquipeerd is.

### Tot slot

Mijnheer de rector, dames en heren. Eerder sprak ik over vertrouwen dat wij allemaal nodig hebben in ons leven. Vanaf deze plaats wil ik mijn dank uitspreken voor het onmetelijke vertrouwen van vele mensen.

Als eerste wil ik het bestuur van de Stichting Het Vrije Universiteitsfonds, het bestuur van de Stichting VU-VUmc, het College van Bestuur en het bestuur van de Faculteit der Economische Wetenschappen en Bedrijfskunde danken. Zeker als we in ogenschouw nemen dat zij een rooms-katholieke Brabander een aanstelling gunnen aan een universiteit waar Abraham Kuyper aan de wieg heeft gestaan. Dit moet getuigen van een groot vertrouwen. In het bijzonder dank ik de decaan Willem Verschoor. Ik zie uit naar onze verdere samenwerking. Veel dank aan mijn promotor Wessel Ganzevoort. Voor de inspiratiebron en waardevolle vriend die je was en nog steeds voor me bent. Ook dank aan mijn copromotor Edgar du Perron voor zijn waardevolle inzichten. Jullie hebben beiden een belangrijke basis gelegd voor mijn wetenschappelijke carrière.

Dan mijn collega-hoogleraren en medebestuurssleden Tom Steenkamp en Philip Stork. Dank voor jullie grote collegiale steun en vertrouwen. Ook



dank aan de onderwijsmanagers van onze opleiding Nicole Lijs en Emiel Erbé. De samenwerking tussen ons vijven heeft voor mij toch het meeste weg van een wekelijkse uitzending van *The Muppet Show*. Totaal verschillende figuren met hun eigenaardigheden die toch jaarlijks een mooie onderwijs-show weten te maken waar vele studenten op afkomen. En nog veel potentie heeft. Ook dank ik de leescommissie bestaande uit Wessel Ganzevoort, Jeroen Snijders, Tom Steenkamp, Rob Schotsman en Klaas Vergeer voor hun waardevolle commentaar. Gijs ten Kate, dank voor je goede adviezen.

Diverse mensen vanuit mijn werkgever Insinger de Beaufort hebben mij ondersteund. Twee personen wil ik in het bijzonder noemen. Allereerst is daar de onlangs te jong overleden Frans Peijster. Bij aanvang van mijn promotieonderzoek in 2001 kon hij vermoeden dat dit een kritisch proefschrift over de financiële sector zou opleveren. Zijn vertrouwen is groot gebleken. Nooit is er geprobeerd invloed uit te oefenen op de inhoud. Na mijn promotie en op weg naar deze benoeming heb ik de onvoorwaardelijke steun van Peter Sieradzki als zeer belangrijk ervaren. Dank hiervoor Peter. Ook de talloze collega's uit de financiële sector ben ik dank verschuldigd. Vele adhesiebetuigingen en soms kritiek vielen mij de laatste jaren ten deel. Adhesie geeft je als mens vleugels, kritiek houdt je als bankier en wetenschapper scherp. Dank daarvoor.

Zo eindig ik waar het voor mij allemaal begint: mijn privéleven. Allereerst een warm dankwoord aan mijn ouders. Afwisselend mooie, maar ook moeilijke tijden hebben ons doen beseffen dat de mooiste dingen in het leven geen dingen zijn. Bedankt voor jullie nimmer aflatende steun en liefde. Een woord van genegenheid voor mijn lieve, lieve oma, 95 jaar oud. Een groot voorrecht dat u hier bij mag zijn. Ook een woord van dank aan mijn schoonouders. I har accepteret at jeres datter er gift med en man som tit og ofte arbejder når han er på ferie i Danmark. Tak for jeres forståelse og tålmodighed. En dan onze prachtige kinderen Maurits, Christian en Anna-Sophie. Bedankt voor jullie nieuwsgierigheid, geduld en de soms confronterende vragen: "Waarom doe je dit eigenlijk allemaal papa?" En tot slot: Helle. Een vrouw die haar weerga niet kent. Als we een spannend avontuur aangaan spreken we altijd dezelfde woorden naar elkaar uit. Zoals ik ook nu doe aan jou: "Liefste Helle, ga je mee?"

Ik heb gezegd.

## Eindnoten

- 1 [www.edelman.com/2015-edelman-trust-barometer/trust-across-industries/financial-services-path-to-building-trust/](http://www.edelman.com/2015-edelman-trust-barometer/trust-across-industries/financial-services-path-to-building-trust/).
- 2 Uit onderzoek van de Autoriteit Financiële Markten blijkt dat het vertrouwen in de sector vooral wordt bepaald door negatieve berichten in de media (reactie op consultatie 'Toekomstgericht Bankieren', van 10 juni 2014, p. 2 (via: [www.nvb.nl/media/document/001400\\_afm.pdf](http://www.nvb.nl/media/document/001400_afm.pdf)).
- 3 Ten opzichte van de oude definitie in de Wft is per 1 januari 2007 de omschrijving van de verschillende beleggingsdiensten het element 'werkzaamheden gericht op' vervallen. Daarmee vielen ook de werkzaamheden voorafgaand aan het verrichten van beleggingsdienst onder de reikwijdte van de vergunningsplicht.
- 4 Gemakshalve beperk ik me hierbij tot de MiFID-classificatie 'niet-professionele belegger'.
- 5 Aangevuld met artikel 80a en 80c Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo).
- 6 Zie HR 28 maart 1990, NJ 1991/118, m.nt. MS inzake de Leidraad administratieve boeten 1984; HR 19 juni 1990, NJ 1991/119, m.nt. ThWvV en MS inzake een richtlijn van het OM; en HR 29 juni 1990, NJ 1991/120, inzake de Vreemdelingen-circulaire.
- 7 Zie Rb. Amsterdam 21 december 2011, ECLI:NL:RBAMS:2011:BV0422 (*x/Wealth Management Partners*); en Rb. Utrecht 15 augustus 2012, ECLI:NL:RBUTR:2012:BX5423 (*Commercial Company Arman General Trading FZE/Rabobank Utrecht*).
- 8 In absolute aantallen gaat het om 1,5 miljoen Nederlanders op het laagste niveau van rekenvaardigheid.
- 9 Zie bijvoorbeeld het nieuwsbericht 'DNB bevestigt opleggen boete van 22,8 miljoen aan Delta Lloyd' van De Nederlandsche Bank van 22 december 2014. Daarin wordt onder andere melding gemaakt van het opleggen van een aanwijzing tot heenzending van de CFO van Delta Lloyd.
- 10 Het gaat niet om de letter maar om de geest van de wet, *De Compliance Officer* 16 december 2014, p. 5-7.
- 11 Zie HR 9 november 1990, NJ 1991/26 (*Speeckaert/Gradener*), r.o. 3.7.
- 12 Zie VEB begint onderzoek naar resultaten Alex, *Het Financieele Dagblad* 29 december 2014.
- 13 Zie AFM-consultatie Beleidsregel incident van 30 juli 2015. Hier wordt nadere invulling gegeven van het begrip 'incident'.
- 14 Zie Can lawyers be economists?, *The Economist* 11 november 2008.
- 15 Zie Draft guidelines for the assessment of knowledge and competence, Consultation Paper van ESMA van 23 april 2015 (2015/753).



## Referenties

- Bhattacharya, U. en H. Daouk (2002). The World Price of Insider Trading, *The Journal of Finance*, 57 (1), pp. 75-108.
- Black, J.M. (1996). An Economic Analysis of Regulation: One View of the Cathedral, *Oxford Legal Studies*, 16 (4), pp. 699-711.
- Boatright, J.R. (2013). Swearing to be virtuous: the prospects of a banker's oath, *Review of Social Economy*, 71 (2), pp. 140-165.
- Boom, W.H. van, I. Giessen en A.J. Verheij (red.) (2008). *Gedrag en Privaatrecht*, Den Haag: Boom Juridische uitgevers.
- Broers, A. (2013). *Geld & Goed*, Vught: Uitgeverij Skandalon.
- Copeland, T.E. en D. Mayers (1982). The Value Line Enigma (1965-1978): A Case Study of Performance Evaluation Issues, *Journal of Financial Economics*, 10 (3), pp. 289-321.
- Crozier, M. (1964). *The Bureaucratic Phenomenon*, Chicago: The University of Chicago Press.
- De Nederlandsche Bank nv, Vertrouwen in financiële instellingen licht toegelaten, *DNBulletin* 2014, 14 augustus (aangevuld met data van DNB over 2015).
- Earle, T.C. (2009). Trust, Confidence, and the 2008 Global Financial Crisis, *Risk Analysis*, 29 (6), pp. 785-792.
- Epley, N. en E.M. Caruso (2004). Egocentric ethics, *Social Justice Research* 17 (2), pp. 171-187.
- Fellner, G., W. Güth en B. Maciejovsky (2004). Illusion of expertise in portfolio decisions: an experimental approach, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 55 (3), pp. 355-376.
- Gestel, R.A.J. van en M.L.M. Hertogh (2006). *Wat is regeldruk? Een verkennende internationale literatuurstudie*, Tilburg/Groningen: WODC/Ministerie van Justitie.
- Goldner, F.H. en R.R. Ritti (1967). Professionalization as Career Immobility, *American Journal of Sociology* 1, 72 (5), pp. 489-502.
- Graham, F.D. (1936). Partial Reserve Money and the 100 per cent Proposal, *The American Economic Review*, 26 (3), pp. 428-440.
- Hackethal, A., M. Haliassos en T. Jappelli (2012). Financial Advisors: A case of babysitters?, *Journal of Banking & Finance*, 36, pp. 509-524.
- Harnay, S. en L. Scialom (2015). The influence of the economic approaches to regulation on banking regulations: a short history of banking regulations, *Cambridge Journal of Economics*, (39) 5.
- Hölmstrom, B. (1979). Moral Hazard and Observability, *The Bell Journal of Economics*, 10 (1), pp. 74-91.
- Jaffe, J.F. en J.M. Mahoney (1999). The performance of investment newsletters, *Journal of Financial Economics*, 53 (2), pp. 289-307.

- Jensen, M.C. en W.H. Meckling (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360.
- Knot, K. (2014). Vertrouwen als voorwaarde voor economisch herstel (Hofstadlezing), 2 september.
- Kockelkoren, T. (2011). Effectiviteit van de Wft, IFR-symposium, 17 februari.
- Koedijk, K. en A. Slager (2012). *Crisisplan: het grotere plan achter het crisisplan voor pensioenfondsen*, Tilburg: Tilburg University, 31.
- Kramer, M.M. (2012). *Individual Investor Behavior and Financial Advice* (diss. Groningen).
- Lokhorst, A.M. (2009). *Using commitment to improve environmental quality*, (diss. Leiden), Kurt Lewin Instituut.
- Loonen, A.J.C.C.M. (2013). De vrijblijvende verplichting van leidraden in de financiële sector; de civielrechtelijke en publiekrechtelijke effecten van vrijblijvende toezichthoudersadviezen, in: *Capita Civilologie; handboek empirie en privaatrecht*, Universiteit Utrecht/Erasmus Universiteit Rotterdam, pp. 929-954.
- Loonen, A.J.C.C.M. en M.R. Rutgers (2014). Vertrouwen, Geloven en Beloven?, *VBA Journaal*, 118, pp. 22-27.
- Loonen, A.J.C.C.M. en D. Weewer (2014). Aanbevelingen meerderjarigen bewind ten aanzien van vermogensbeheer nauwelijks toepasbaar in de praktijk, *Tijdschrift voor Rechtelijke Macht*, 2, pp. 58-64.
- Luhmann, N. (1979). *Trust and Power*, Chichester: John Wiley & Sons.
- Montier, J. (2009). *Behavioural Investing: A Practitioner's Guide to Applying Behavioural Finance*, London: John Wiley & Sons.
- Nooteboom, B. (2002). *Vertrouwen: vormen, grondslagen, gebruik en gebreken van vertrouwen*, Bedrijfskundige signalen, Schoonhoven: Academic Service.
- Rousseau, D., S.B. Sitkin, R.S. Burt en C. Camerer (1998). Not so different after all: A cross-discipline view of trust, *Academy of Management Review*, 23 (3), pp. 393-404.
- Rubinstein, M. (2001). Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case, *Financial Analyst Journal*, 57 (3), pp. 15-29.
- Schauer, F. (1978). Fear, Risk and the First Amendment: Unraveling the Chilling Effect, *Boston University Law Review*, 58, pp. 685-732.
- Shapira, Z. en I. Venezia (2001). Patterns of behavior of professionally managed and independent investors, *Journal of Banking & Finance*, 25 (8), pp. 1573-1587.
- Slager, A. (2015). De evolutie in het beleggingsvak, *VBA Journaal*, 122, pp. 17-19.
- Soeharno, J.E. (2014). Tuchtrect en de wens tot integere bankiers. Een kritische beschouwing, *Tijdschrift voor Financieel Recht*, 6, pp. 243-251.
- Spindler, G. (2011). Behavioural Finance and Investor Protection Regulations, *Journal of Consumer Policy*, 34, pp. 315-336.

- Tjittes, R.P.J.L. (1995). Samenloop van tuchtrecht, strafrecht en privaatrecht bij beroepsaansprakelijkheid, *Ars Aequi*, 2, 107.
- Walsh, J.H. (2008). Institution-Based Financial Regulation: A Third Paradigm, *Harvard International Law Journal*, 49 (2), pp. 381-412.
- Wilensky, H.L. (1964). The Professionalization of Everyone?, *American Journal of Sociology*, 70 (2), pp. 137-158.
- Zumbansen, P. (2009). Law's Knowledge and Law's Effectiveness: Reflections from Legal Sociology and Legal Theory, *German Law Journal*, 10 (4), pp. 417-438.



## Bijlage

### Casus Rob en Evelien ter Haar

Rob en Evelien ter Haar zijn gehuwd en beiden 50 jaar oud. Rob heeft een eigen installatiebureau en Evelien is manager Zorg bij een zorginstelling. Hun twee kinderen studeren en zijn op kamers. Er is zo'n € 210.000 aan spaargeld en maandelijks kunnen zij wat geld opzijzetten. Ze bezitten een eigen woning met een waarde van € 350.000. Hier rust nog een aflossingsvrije hypothecaire geldlening op van € 170.000. Daarnaast heeft de familie € 45.000 geleend van de vennootschap van Rob voor consumptieve uitgaven zoals vakantie en een nieuwe auto. Over tien jaar willen zij vervroegd met pensioen. Nu kunnen zij blijven sparen, maar de rente hierop is te laag.

Van beleggen hebben zij 'weinig verstand'. Evelien heeft in het verleden een effectenportefeuille gehad. Deze heeft ze met een fors verlies verkocht in 2001 na de internetbubbel. Zij kocht en verkocht toen de aandelen zelf, zonder advies. Rob heeft helemaal geen ervaring met beleggen en ook weinig interesse. Evelien is stellig: zij wil professionele begeleiding hebben bij het beleggen. Dit kan met behulp van beleggingsadvies of discretionair vermogensbeheer. In het eerste geval zullen Evelien en Rob ondersteuning krijgen van een adviseur, maar ze zullen zelf hun beleggingsbeslissingen moeten nemen. Bij vermogensbeheer geven zij hun vermogen in beheer en zal er volgens een overeengekomen portefeuillemodel belegd worden. Het is duidelijk, de voorkeur gaat uit naar vermogensbeheer. Nu zal de gang naar een bank of vermogensbeheerder moeten worden gemaakt.

De echtelieden maken een afspraak bij – in dit geval – een bank. De financieel adviseur, Geert de Vries, lijkt door de wol geveerd te zijn. Direct worden allerlei vragen gesteld over hun beleggingskennis- en ervaring, financiële positie, risicobereidheid en beleggingshorizon. Er wordt een hele vragenlijst doorgenomen met vragen over het soort beleggingsdiensten en financiële instrumenten waarmee de familie vertrouwd is en de aard, het volume en de frequentie van de transacties in financiële instrumenten en de periode waarin deze verricht. Ten aanzien van de kennis en ervaring van Rob en Evelien wil de adviseur weten wat hun genoten opleiding en hun beroep of, voor zover relevant, hun vroegere beroep is.

Rob en Evelien vragen zich af wat deze vragen te maken hebben met hun wens om te beleggen. De adviseur geeft aan dat deze informatie voor hem van belang is om in te schatten welke wijze van beleggen (beleggingsadvies of vermogensbeheer) en welke asset mix bij hen past. De adviseur vervolgt met zijn vragen en gaat door op de financiële positie van Rob en Evelien. Wat is de bron en de omvang van de periodieke inkomsten en hoe ziet hun totale vermogenspositie eruit? Graag wil de adviseur ook weten wat de financiële verplichtingen van de echtelieden zijn. Ook wil hij weten hoelang de beleggingshorizon is. Rob en Evelien kijken elkaar aan? Ze hebben geen idee. Hiervoor zijn ze toch voor naar de bank gekomen? Rob begint zich af te vragen of al deze vragen wel nodig zijn en begint kritische vragen te stellen. De adviseur antwoordt resoluut: zonder



antwoorden op deze vragen kan hij de familie niet verder van dienst zijn. De vragen beantwoorden is volgens de adviseur echt noodzakelijk.

Dan komt de adviseur te spreken over de doelstelling van de familie. Evelien vindt dat vermogen moet groeien. Na enig doorvragen komt de adviseur erachter dat Eveline en Rob over tien jaar met vervroegd pensioen willen. “Welk bedrag is daarvoor nodig?”, wil de adviseur weten. Het echtpaar heeft geen idee. De adviseur maakt een schatting. Er zal ter overbrugging naar de AOW zo’n € 480.000 nodig zijn. De adviseur begint direct te rekenen. Wil de doelstelling over tien jaar haalbaar zijn, dan zal er een gemiddeld rekenkundig netto jaarrendement van 6% behaald moeten worden. Het gaat Rob en Evelien erg snel en zij begrijpen eigenlijk niet precies wat de adviseur bedoelt met ‘rekenkundig jaarrendement’. Toch komt het gesprek snel op het onderwerp ‘beleggen’. Volgens de adviseur zou er het beste € 200.000 offensief belegd worden in beleggingsfondsen. Het vermogen wordt dan in beheer gegeven bij een collega van de adviseur: een vermogensbeheerder.

Er wordt geëindigd met een risicovragenlijst. Met behulp van tien vragen over risico wordt de risicobereidheid van Rob en Evelien vastgesteld. De vragen gaan over welk verlies zij maximaal zouden accepteren, of ze slecht slapen bij een beursmalaise, hoe vaak ze naar hun beleggingen kijken. Het risicoprofiel dat geadviseerd wordt draagt de wat ambigue naam ‘voorzichtig’. Vervolgens wordt de portefeuille ingevuld met behulp van beleggingsfondsen. De rest blijft op een spaarrekening staan.

Alle antwoorden worden genoteerd. Rob en Evelien worden verzocht te tekenen dat de antwoorden naar waarheid gegeven zijn. Enigszins geïrriteerd wordt dit gedaan.

De familie Ter Haar krijgt een grote hoeveelheid informatie toegeschoven. Met een beleggingsvoorstel, een beheerovereenkomst en andere documentatie keren Rob en Evelien huiswaarts. Uit de documentatie blijkt dat het Netto Historisch Rendement 3,58% en de gemiddelde standaarddeviatie van deze portefeuille 5,68% over de afgelopen vijf jaar te zijn. De gemiddelde Information Ratio van de beleggingsfondsen is volgens de bankmedewerker prima: 0,2589. De Total Expense Ratio van de beleggingsfondsen varieert van 0,63 tot 0,82% per jaar. Adviseur De Vries legt uit dat in Nederland sinds 2014 een provisieverbod van kracht is. Hierdoor krijgt de bank geen vergoeding meer van de fondsmanagers van de aangeboden beleggingsfondsen maar moet de familie direct aan de bank betalen. Een vergoeding van de fondsmanagers? Voor Rob wordt het alleen maar mistiger ... De Vries geeft verdere toelichting over de kosten. Het beheer van de portefeuille kost 0,75% per jaar in een all-in fee. Voor het uitvoeren van de transacties hoeft niet betaald te worden. Deze kosten zitten in de all-in fee.

Alvorens ze besluiten te beleggen krijgen ze een beleggingsvoorstel mee van de vermogensbeheerder. Dit voorstel, waarbij de familie de diensten van de beleggingsonderneming aangeboden krijgt, bevat informatie over het beleggingsproces, maar ook per aanbevolen beleggingsfonds wordt een zogenaamde ‘Essentiële beleggingsinformatie’ (of Ebi) verstrekt. Hierin kunnen Rob en Evelien informatie vinden over

de doelstellingen van het fonds, het beleggingsbeleid, het risico- en opbrengstprofiel, de kosten en behaalde rendementen. Hun vermogensbeheerovereenkomst bevat vele pagina's die gelezen, begrepen en vervolgens getekend moeten worden. De verstrekte opdracht aan de beleggingsonderneming is nauwgezet omschreven. Enerzijds rust er een verplichting op de beleggingsonderneming deze informatie te verstrekken, anderzijds wordt hiermee gepoogd zo een zogenaamd 'informed consent' te krijgen van de cliënten: Rob en Evelien realiseren zich waar ze aan beginnen en de beleggingsonderneming kan hiermee aantonen dat er voldoende beleggingskennis is.

Thuis gekeerd kijken Rob en Evelien elkaar aan. "Wel erg veel cijfers en jargon", begint Evelien. Rob knikt. "Maar het is een gerenommeerde bank, het zal goed zitten ..." "Ja, maar waar al die vragen nu goed voor waren?" 's Avonds besluit Evelien zich toch nog eens op het internet te oriënteren. Ook daar worden bij andere aanbieders allerlei ratio's genoemd zoals standaarddeviatie, Information Ratio, Sharpe Ratio, TER.

Rob en Evelien besluiten om een overeenkomst tot vermogensbeheer aan te gaan met de bank. Wel stelt Evelien dat het voorgestelde risicoprofiel door de adviseur te weinig rendement oplevert. Er wordt gesproken om het risico van de beleggingen te verhogen naar het profiel "ambitieuw". Het Netto Historisch Rendement is 7,42% van dit profiel en kent een verdeling van het te beleggen vermogen van 80% in aandelenbeleggingsfondsen en 20% obligatiefondsen. Er zal nooit minder dan 60% in aandelen belegd worden en nooit meer dan 90%. Voor de obligaties is minimaal 5% en maximaal 30% van toepassing. Er is nog de mogelijkheid dat er liquiditeiten opgenomen worden. De Vries legt uit dat de gemiddelde standaarddeviatie van deze portefeuille natuurlijk hoger is dan de portefeuille met het profiel "voorzichtig". Deze is 13,8%, bijna drie keer zo hoog. Ook de TER is hoger en ligt voor de individuele beleggingsfondsen tussen de 0,81 en 1,12% per jaar.

De beheerovereenkomst wordt ingevuld. Ook nu moeten Rob en Evelien tekenen. Ze tekenen onder andere dat ze akkoord zijn met het gekozen risicoprofiel. Er dienen documenten overhandigd te worden waaruit de herkomst van het vermogen blijkt: vermogen opgebouwd uit arbeid. De adviseur stelt dat er een kopie aangifte IB moet komen. Deze heeft Rob meegenomen en komt op tafel. Uit deze aangifte blijkt dat een klein deel van het vermogen als lening is opgenomen van de bv van Rob. De adviseur vraagt of Rob pensioen opbouwt in zijn bv. Dit blijkt het geval te zijn. De adviseur wil de jaarstukken van de bv zien alsmede de pensioenbrief. Rob gaat hiermee niet akkoord. Het vermogen dat belegd wordt, of dit nu een lening is of eigen middelen, blijft privé-geld, aldus Rob. "Ons huis is ook hypothecair belast", zo stelt Rob, "dus het overige eigen vermogen is ook geen eigen vermogen". De adviseur blijft bij zijn standpunt.

De familie Ter Haar is niet gelukkig met de gang van zaken. De informatie wordt niet gegeven. De adviseur wordt wat kortsellig. Het verhogen van het risicoprofiel is dan helaas niet mogelijk. Eigenlijk wordt er belegd met geleend geld en is er ook sprake van pensioenvermogen. Er dient weer teruggekeerd te worden naar het defensieve risicoprofiel. Evelien begrijpt het niet: Het historisch rendement op de defensieve portefeuille is laag. Daarbij wordt hun doelstelling op deze manier niet gehaald. Ook de kosten en

*inflatie drukken toch op het rendement? De adviseur stelt de familie Ter Haar voor om de horizon te verleggen. Of kan er wellicht nog geld bijgestort worden? Beide varianten zijn echter niet haalbaar of gewenst. En omdat Rob zijn jaarstukken en pensioenbrief niet wenst te geven, zal de adviseur schriftelijk moeten waarschuwen. Rob en Evelien zijn stomverbaasd. Rob vraagt wat nu eigenlijk de toegevoegde waarde is van de adviseur of vermogensbeheerder. Er worden allerlei vragen gesteld, maar eigenlijk wordt er weinig met deze antwoorden gedaan volgens Rob.*

*De zin om in zee te gaan met deze bank neemt af bij Rob en Evelien. In een vervolggesprek wordt het ongenoegen duidelijk gemaakt aan adviseur De Vries. Hij knikt begrijpend en heeft een oplossing. Als het echtpaar een formulier tekent dat zij nadrukkelijk gewaarschuwd zijn voor de beleggingsrisico's en zij zelf hebben besloten om te beleggen in het 'ambitieuze risicoprofiel' dan kunnen er toch zaken gedaan worden ...*

*De stukken worden getekend en met beleggen wordt gestart.*





---

UITGEVERIJ *Paris*

ISBN 978-94-6251-087-6



9 789462 510876